

9 dez 2008

Nº 58



# Como as empresas financiam investimentos em meio à crise financeira internacional

Por Fernando Pimentel Puga e  
Marcelo Machado Nascimento  
Economistas da APE

**Levantamento do BNDES indica que mesmo com crescimento menor taxa de investimento deve atingir 21% em 2010**

Em 2008, os dados do Brasil divulgados até setembro, referentes aos investimentos, surpreenderam positivamente.

A Formação Bruta de Capital Fixo cresceu a uma taxa anualizada de 17% e o consumo aparente de bens de capital, 24%. A perspectiva é de taxa de investimento brasileira de 19%, em 2008. Mesmo crescendo a um ritmo inferior ao atual, planos de investimentos já iniciados ou firmemente considerados pelas empresas podem elevar esta taxa para

21% do PIB, em 2010. Desse modo, a taxa de investimento brasileira chegaria a um nível próximo à média mundial (21,7%, em 2005 – dado mais recente disponível do Banco Mundial).

A projeção acima da taxa de investimento é baseada em levantamento do BNDES, a partir de projetos que já estão em curso no Banco, de informações sobre os planos de investimentos das empresas que podem ou não ser apoiados pela instituição, dados do MDIC e de números do PAC. A estimativa é de que o volume de investimentos na economia

Visão do Desenvolvimento é uma publicação da área de Pesquisas Econômicas (APE), do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. As opiniões deste informe são de responsabilidade dos autores e não refletem necessariamente o pensamento da administração do BNDES.

brasileira alcance R\$ 2,4 trilhão, entre 2008 e 2011.

Essa perspectiva de expansão do investimento brasileiro vem sendo ameaçada pela deterioração do cenário internacional, marcada pela crise no sistema financeiro americano. Um dos resultados da crise é a redução na capacidade dos mercados sustentarem o ritmo de expansão do crédito observado nos últimos anos. A consequência é a retração na oferta de fundos de longo prazo, o que reduziria a capacidade das empresas brasileiras captarem recursos no exterior.

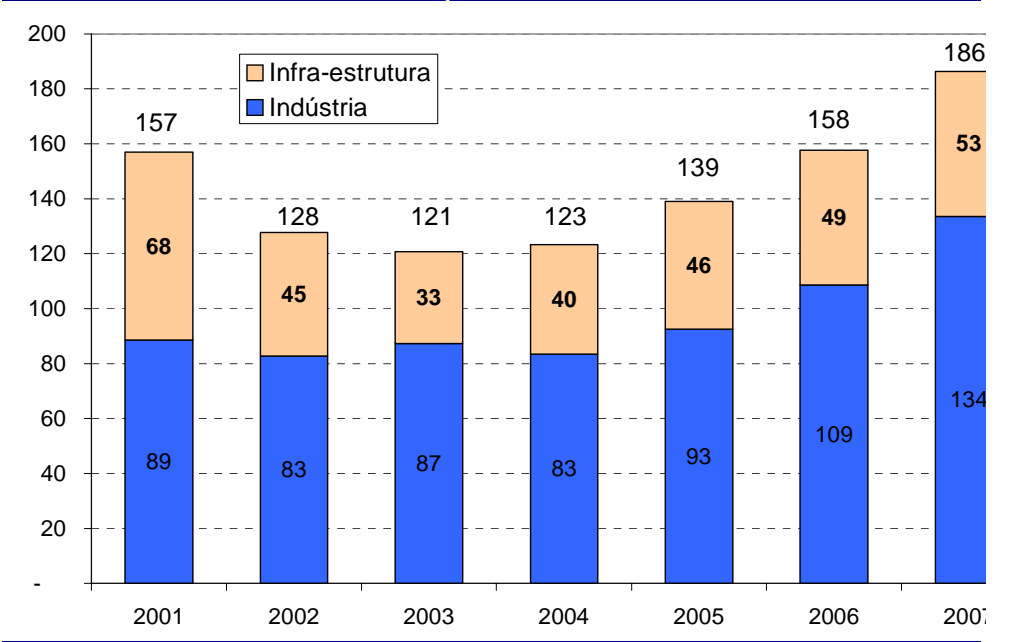
Este estudo dá continuidade à análise do tema do financiamento dos

investimentos das empresas brasileiras, iniciada com o Visão nº 51, com foco nos setores de indústria e infra-estrutura. O objetivo é analisar a evolução dos investimentos nesses setores e quantificar a participação das diferentes fontes de recursos na captação das empresas. O estudo destaca o importante papel que o BNDES pode desempenhar em um cenário de escassez de liquidez internacional, sustentando a expansão do investimento.

**Investimentos na indústria e na infra-estrutura**

Em 2007, os investimentos brasi-

**Gráfico 1: Investimentos na Indústria e na Infra-estrutura – 2001 a 2007 (R\$ bilhão – a preços de 2007)**



Fonte: C.R. Frischtak, BNDES.

leiros na indústria e na infra-estrutura alcançaram R\$ 186 bilhões. Trata-se, a preços constantes, de crescimento de 18% em relação a 2006, uma taxa superior a do aumento de 13% no ano verificado no total da formação bruta de capital fixo do país.

O Gráfico 1 mostra a evolução dos investimentos nesses setores, entre 2001 e 2007, a preços deste último ano. Notam-se dois movimentos. O primeiro de queda nos investimentos, entre 2001 e 2003. Em 2001, as inversões em infra-estrutura foram elevadas, por conta

principalmente do setor de telecomunicações,

que investiu fortemente na universalização da telefonia fixa. Com o esgotamento desse ciclo, houve queda nos investimentos do setor.

Entre 2004 e 2007, os investimentos na indústria e na infra-estrutura tiveram expansão de 11% ao ano. Nos dois primeiros anos o crescimento foi liderado pela infraestrutura, com retomada de inversões em telecomunicações e ampliação e melhoria da logística de transporte rodoviário e ferroviário. De 2006 a 2007, o destaque foi a indústria, com forte expansão dos investimentos em petróleo e gás, extrativa mineral e insumos básicos (siderurgia, papel e celulose e petroquímica).

## **Padrão de financiamento das empresas**

As empresas brasileiras financiam seus investimentos, principalmente, através de lucros retidos. O Gráfico 2 mostra que o autofinanciamento respondeu por mais da metade dos fundos utilizados pelas empresas industriais e de infra-estrutura para viabilizar seus investimentos, entre 2001 e 2007.

Dentre os recursos de terceiros – ações, debêntures e empréstimos – sobressaem os créditos do BNDES. Em média, o Banco respondeu por

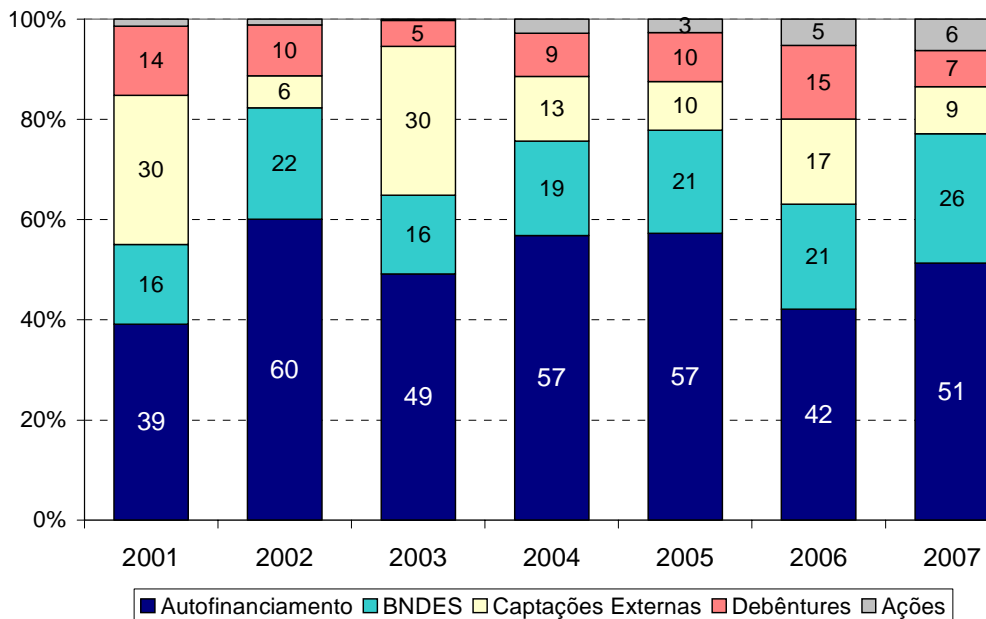
cerca de 20% dos recursos usados para financiar os investimentos

das empresas industriais e de infra-estrutura. Os financiamentos do BNDES foram também utilizados por um número maior de empresas, na comparação com os demais recursos de terceiros.

As participações das demais fontes no financiamento das empresas são bem mais instáveis. As captações externas chegaram a representar 30% das fontes investidas, embora, na média, sua participação tenha ficado em 16%, entre 2001 e 2007. Em seguida destacam-se os lançamentos de debêntures - 10% e ações - 3%. Em geral, o aumento da importância dessas fontes está associado a operações de grandes portes, não refletindo o comportamento mediano das empresas.

**Entre 2001 e 2007, BNDES respondeu por 20% dos recursos usados para os investimentos das empresas**

## Gráfico 2: Fontes de Recursos das Empresas Brasileiras – Indústria e Infra-estrutura (%)



Fonte: ANBID, BCB, Bovespa, Bloomberg, BNDES, CVM e Economática (elaboração própria). O autofinanciamento foi calculado por resíduo, através da diferença entre o investimento e a captação de recursos de terceiros.

As captações externas foram particularmente relevantes em 2001 e 2003. Esse desempenho, no entanto, foi concentrado nos setores de petróleo e telecomunicações (sobretudo em 2001). Entre 2004 e 2007, esses recursos perderam importância no financiamento das empresas. Nesse período, a valorização da moeda doméstica propiciou às empresas reduzirem seu endividamento em moeda estrangeira a um custo menor. Em geral, firmas sem receitas em moeda estrangeiras, especialmente as do setor elétrico, optaram por essa redução, diminuindo

do sua exposição ao risco cambial.

Em contraste com a menor importância das captações externas, houve um maior desenvolvimento do mercado doméstico de capitais, em um contexto de elevada liquidez internacional, acompanhada pela redução dos custos de captação em moeda nacional. De 2004 a 2006, aumentaram significativamente os lançamentos de debêntures e as emissões de ações. Essa expansão, no entanto, foi concentrada nos setores de energia elétrica, alimentos e bebidas, telecomunicações e mineração.

## Comentários finais

Entre 2004 e 2007, observou-se forte aceleração dos investimentos na indústria e na infra-estrutura brasileira. Mudaram também o tipo dos investimentos. Esses deixaram de ser concentrados em modernização – principalmente reposição de máquinas – e passaram a englobar novas plantas industriais, com destaque para projetos em setores altamente intensivos em capital (petróleo, petroquímica, siderurgia e automobilístico).

As empresas, a exemplo do passado, financiaram a maior parte de

seus investimentos atra-  
vés de lu-  
cros retidos,  
com 52% do

total. Dentre os recursos de terceiros, destacam-se os créditos do BNDES, com 22%. Os restantes foram compostos por: 12% de empréstimos externos, 10% de debêntures e apenas 4% de lançamentos de ações.

A crise financeira internacional desdobra-se em dois pontos potencialmente negativos sobre as perspectivas para o investimento. O primeiro remete ao elevado grau de incerteza sobre o crescimento da economia mundial e seus impactos no Brasil, levando a um eventual adiamento das decisões de investimento. Nesse ponto, há a perspectiva de que, no curto prazo, possa se esperar uma desaceleração no crescimento do

investimento observado nos últimos anos, mas sem uma interrupção da maior participação no PIB.

O segundo ponto é a redução na disponibilidade de recursos para investimentos. Essa dificuldade abrange o financiamento através de lucros retidos, em um contexto de redução do crescimento da economia. Inclui também, e não menos importante, as fontes de financiamento externo, inclusive através da venda de ações na bolsa de valores brasileira.

A forte instabilidade dos mercados de capitais, observada nos meses de setembro e outubro de

2008, indica  
que ainda  
levará algum  
tempo para  
que as em-

presas brasileiras consigam retomar seu padrão de financiamento. As linhas externas de financiamento demorarão a se restabelecer, uma vez que essa retomada está relacionada ao próprio abrandamento da restrição de liquidez internacional.

A crise internacional implica em um grande desafio para o BNDES. O Banco, em função de seu porte e da estabilidade de seu *funding*, terá que atuar de maneira anticíclica na concessão de financiamento às empresas nacionais. Nesse sentido, a expectativa é de que essa atuação contribua para sustentar os investimentos e, conseqüentemente, a trajetória de crescimento da economia.

**Crise representa desafio para  
que o BNDES desempenhe  
intensamente seu papel anticíclico**



O BANCO DO DESENVOLVIMENTO  
DE TODOS OS BRASILEIROS

Se você quer receber os próximos números desta  
publicação envie e-mail para  
*[visao.do.desenvolvimento@bndes.gov.br](mailto:visao.do.desenvolvimento@bndes.gov.br)*.